摘要：

在李克强总理罕见提及票据套利交易风险，对市场敲了警钟，中国债牛短期内可能告一个段落。在市场流动性极度宽松隔夜拆借利率跌破 2%的背景下，市场本就已经较为谨慎。而此次的警告也将对市场带来震慑。此外，央行最新公布的货币政策执行报告显示四季度加权平均利率较 3 季度下滑 31 个基点至 5.63%。而中国货币环境也显著宽松，贷款利率低于基准利率的比率由 7 月的 9.59%上升至 16.27%。这种情况下，笔者认为目前央行还不着急降息。

贸易谈判方面，特朗普总统周日宣布将延后上调中国进口关税的到期日至特朗普与习近平主席在美国会晤之后。由于双方领导人都表示已经取得显著进展，目前看来双方达成协议避免关税上调的可能性大幅提高。不过双方关系中期稳定还将取决于两个领域包括中国的结构性改革以及协议的执行力上。

人民币继续受益于贸易谈判，人民币指数回到 94.85，基本收复了去年 7 月贸易战开始后的所有损失。而这几天关于美方将人民币稳定加入中美贸易谈判也给了市场更多遐想的空间。今天早盘人民币成功突破 6.7 关口。除了美方要求人民币保持稳定的新闻之外，笔者认为另一个重要的因素是制约人民币升值的中美利差短期内正发生变化，随着中国债牛可能暂时告一个段落，对人民币的压力正在减少，这或许会成为支持人民币突破 6.70 的重要因素。

其他方面，中国政府公布市场期待以久的粤港澳大湾区发展计划。在人口红利渐渐退潮的情况下，大湾区的整合将成为推进中国创新的重要框架。

香港方面，上周美元兑港元曾上升至 7.8494 的高位，主要因为流动性非常充裕。一个月及三个月港元拆息分别由前周五的 1.02%及 1.72%下跌至上周五的 0.96%及 1.57%。我们预期短期内一个月港元拆息可能维持在 1%以下的水平，而三个月港元拆息则可能回落至 1.5%的水平。除了即将到来的月结因素之外，我们暂时没有看到潜在的可能抽紧港元流动性的因素。换言之，港美息差可能保持较大差距，从而继续支持套利交易。在此情况下，港元料持续贴近弱方兑换保证水平。尽管如此，港元或以较温和及缓慢的步伐上试 7.85。由于去年银行业总结余收缩逾 50%，港元汇价及拆息的波动性大幅上升。因此，尽管存在正利差，当美元/港元接近 7.85 时，看空港元的投资者依然倾向于审慎，并适当减小沽空港元的头寸。换言之，我们可能还要等多一小段时间才会看到美元/港元触及 7.8500。其他方面，由于 MSCI 指数可能增加内地 A 股权重，海外投资者提前部署 A 股。这加上人民币反弹对人民币资产吸引力的提振，驱使深港通和沪港通下的北向资金二月至今录得 514 亿元人民币净流入，仅稍微低于上月录得的历史新高水平 606.9 亿元人民币。短期内，资金持续由香港股市流向中国内地股市，这也可能增添港元的下行压力。最后，根据中国政府公布的粤港澳大湾区发展计划，当局将有序推进金融市场互联互通的发展。我们认为这将有助香港金融业受惠于区内高增值客户对财富管理的需求，以及内地企业对离岸融资及海外业务扩张的需求。

事件和市场热点	
事件	**华侨银行观点**
▪ 中国央行发布四季度货币政策执行报告。其中加权平均利率较 3 季度下滑 31 个基点至 5.63%。 ▪ 央行在其中一个专栏明确表示没有必要采用量化宽松，现行货币政策有足够的空间。 ▪ 此外，中国金融市场继续快速发展。2018 年同业间债券市场日交易量同比大幅增长 46%至 5982 亿元，而全年利率互换交易量也大幅上涨 49.2%至 21.49 万亿。债券发行量则同比增长 7.5%至 43.1	▪ 四季度除了加权利率大幅回落之外，中国货币环境显著宽松，贷款利率低于基准利率的比率由 7 月的 9.59%上升至 16.27%。近期的数据显示中国的货币宽松正在产生作用。而加权利率 31 个基点的回落也超过了一次降息的影响，笔者认为目前央行还不着急降息。 ▪ 不过鉴于目前中国的货币政策框架已经明确了大国模型，即当内部因素与外部因素发生冲突之后，内部因素将优先被考虑。这意味着在经济大幅回落的大环境下，人民币或

万亿元，债券市场存量同比增长 15.1%至 86 万亿。 ▪ 汇率方面，2018 年人民币即期成交量同比增长 19.3%至 7.6 万亿美元。外汇掉期交易增长 22.7%至 16.4 万亿美元。	许将不再是降息的主要制约。总体来看，笔者认为经过近期货币政策的梳理，在经济放缓的情况下，降息的可能性不能被排除，不过降息或是最后的选择，在此之前，中国央行将继续尝试其他方式。
▪ 中国总理李克强上周在国务院常务会议上重申中国货币宽松不会“大水漫灌”。中国的稳健货币政策不会改变。较为罕见的是，李克强总理也谈及了票据等短期大款大幅上升套利可能带来的风险。尽管央行这部分套利交易仅占很小的比重。	▪ 虽然李克强总理基本每年都会重申中国不会“大水漫灌”，不过此次罕见对套利交易的警告超出预期。在市场流动性极度宽松隔夜拆借利率跌破 2%的背景下，市场本就已经较为谨慎。而此次的警告也将对市场带来震慑。笔者认为中国债牛短期内将面临盘整。
▪ 央行上周首次展开央票互换交易 CBS 支持银行的永续债发行。票息 4.5%的中行永续债可以置换成票息 2.45%的一年期央票。置换到期的成本为 0.25%。	▪ 央行多次明确表示 CBS 不是量化宽松，因此央行不会支付央票的利息，而央票到期后也将自动抵消。
▪ 特朗普总统周日宣布将延后上调中国进口关税的到期日至特朗普与习近平主席在美国会晤之后。	▪ 由于双方领导人都表示已经取得显著进展，目前看来双方达成协议避免关税上调的可能性大幅提高。不过双方关系中期稳定还将取决于两个领域包括中国的结构性改革以及协议的执行力上。
▪ 中国政府公布市场期待以久的粤港澳大湾区发展计划。	▪ 根据计划的纲要指出，长期而言，香港将巩固和提升国际金融、航运、贸易中心及国际航空枢纽地位，强化全球离岸人民币业务枢纽地位。深圳将发挥作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用。此外，澳门将建设成为世界旅游休闲中心。而广州则将全面增强国家商贸中心、综合交通枢纽功能。由于这些皆为长期发展的定位，在全球经济增长放慢及中美贸易风险犹存的情况下，我们认为这些规划对大湾区当前经济的的支持有限。 ▪ 从好的方面来看，计划提出将支持大湾区的基础设备建设，包括香港机场兴建第三跑道、广州及深圳机场扩建等。基建投资或有助缓和大湾区短期经济增速下滑的情况，并为长期大湾区内人口、知讯及资金自由流动铺路。 ▪ 其他方面，计划提出将有序推进金融市场互联互通的发展，即逐步扩大大湾区内人民币跨境使用规模和范围。大湾区内的企业可按规定跨境发行人民币债券。另外，发展计划提到将扩大香港与内地居民和机构进行跨境投资的空间，稳步扩大两地居民投资对方金融产品的渠道，如基金及保险等。整体而言，我们认为大湾区的发展将有助香港金融业受惠于区内高增值客户对财富管理的需求，以及内地企业对离岸融资及海外业务扩张的需求。
▪ 上周，美元兑港元曾上升至 7.8494 的高位，主要因为流动性非常充裕。一个月及三个月港元拆息	▪ 除了即将到来的月结因素之外，我们暂时没有看到潜在的可能抽紧港元流动性的因素。换言之，港美息差可能保持

分别由前周五的 1.02%及 1.72%下跌至上周五的 0.96%及 1.57%。我们预期短期内一个月港元拆息可能维持在 1%以下的水平，而三个月港元拆息则可能回落至 1.5%的水平。	较大差距，从而继续支持套利交易。在此情况下，港元料持续贴近弱方兑换保证水平。尽管如此，港元或以较温和及缓慢的步伐上试 7.85。由于去年银行业总结余收缩逾 50%，港元汇价及拆息的波动性大幅上升。因此，尽管存在正利差，当美元/港元接近 7.85 时，看空港元的投资者依然倾向于审慎，并适当减小沽空港元的头寸。在去年 8 月 14 日美元/港元触及 7.85，并驱使金管局出手接盘（去年 5 月以来首次）之前，美元/港元连续八个交易日收于 7.8490 上方。近期，美元/港元仅在 2 月 20 日这一天收于 7.8490 上方。假如历史重现，我们可能还要等多一小段时间才会看到美元/港元触及 7.8500。 ▪ 其他方面，香港上市公司业绩逊于预期，导致内地投资者暂时远离香港股市，其中，截至 2 月 21 日，深港通和沪港通下的南向资金连续第三个交易日录得资金净流出。相反，由于 MSCI 指数可能增加内地 A 股权重，海外投资者提前部署 A 股。这加上人民币反弹对人民币资产吸引力的提振，驱使深港通和沪港通下的北向资金截至 2 月 22 日连续第十八个交易日录得资金净流入。以二月至今来计算，北向资金录得 514 亿元人民币净流入，仅稍微低于上月录得的历史新高水平 606.9 亿元人民币。短期内，资金持续由香港股市流向中国内地股市，这也可能增添港元的下行压力。

主要经济数据	
事件	**华侨银行观点**
▪ 中国 1 月结售汇顺差 121 亿美元，这也是 2018 年 7 月中美贸易战爆发以后该数据首次回到顺差。 ▪ 此外，结汇意愿反弹，由去年 12 月的 59.9%上升至 63.4%。	▪ 1 月以来资本回流主要受人民币汇率趋稳支持。此外，在中国宽松货币政策下，套期保值成本下滑，也使得人民币资产对外资的吸引力上升，弥补了人民币资产收益下滑的影响。在中国股票和债券被加入全球主要指标前，外资可能会继续流入中国。
▪ 香港 2018 年 11 月至 2019 年 1 月的失业率维持在超过 20 年低位的 2.8%不变。	▪ 具体而言，受惠于近期的基建改善，本地旅游业活动持续向好，并支持零售业的失业率由 3.6%下跌至超过 10 年低的 3.5%。此外，贸易业的失业率由 2.2%下滑至 10 年低的 2%。尽管如此，由于本地经济增速放慢，我们忧虑亮丽数据未必可持续。虽然市场憧憬中美贸易谈判进展乐观，但双方依然未见撤除当前生效关税的迹象。因此，若贸易前景恶化，贸易业及该行业的就业情况可能受到拖累。此外，在全球经济放慢及贸易风险犹存的情况下，本地及旅客的消费情绪可能转弱，并为旅游业的就业前景蒙上阴影。本地经济前景转弱亦可能损害整体的招募情绪。总括

	而言，我们预期短期内失业率将爬升至 2.9%。

人民币	
事件	**华侨银行观点**
▪ 人民币上周延续了对美元和一篮子货币升值。人民币指数回到 94.85，基本收复了去年 7 月贸易战开始后的所有损失。此外，上周人民币也再次试探 6.70 关口。	▪ 人民币近期的反弹主要受贸易谈判以及资本流入的支持。而这几天关于美方将人民币稳定加入中美贸易谈判也给了市场更多遐想的空间。今天早盘人民币成功突破 6.7 关口。除了美方要求人民币保持稳定的新闻之外，笔者认为另一个重要的因素是制约人民币升值的中美利差短期内正发生变化，随着中国债牛可能暂时告一个段落，对人民币的压力正在减少，这或许会成为支持人民币突破 6.70 的重要因素。

OCBC Greater China research

Tommy Xie
Xied@ocbc.com

Carie Li
Carierli@ocbcwh.com

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, “Relevant Materials”) to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a “Relevant Entity”) in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (“MiFID”) and the EU’s Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) (“MiFIR”) (together referred to as “MiFID II”), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

Co.Reg.no.:193200032W